

扩产布局多赛道，盈利能力持续改善

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年 H1 实现营业收入 162.55 亿元，同比增长 9.34%；实现归母净利润 6.72 亿元，同比下降 14.89%；实现扣非归母净利润 4.41 亿元，同比下降 27.44%，EPS0.71 元。
- **铅酸电池基本盘稳固，行业集中度持续提升。** 2020 年，公司市占率已经超过 45%，其铅酸电池行业龙头地位优势显著。疫情之下，外卖行业迅猛发展，而外卖小哥对于电动车电池的需求则呈现快速上升趋势，加上中低端客户（城市服务群体）在城市化进程中迅速增加，天能股份的基本盘业务铅酸电池，未来将保持稳定增长的速度。
- **公司产业布局完整，新业务拐点值得期待。** 不光是铅酸电池，公司还积极布局锂离子电池和储能市场，其销售渠道遍布全国，锂离子电池方面，据公司公告，公司预计向下属子公司湖州新能源投资 39.73 亿元，以实施湖州南太湖基地年产 10GWh 锂电池项目。一期项目预计 12 个月后投产，增加 3GWh 产能。公司 2020 年度净利润超过 23 亿元，资金雄厚，再加上公司与帅福得（SAF）的合作，更是提升公司的全球化竞争实力。储能方面，2021 年，储能行业政策频繁出台，新能源汽车行业发展到中局，迫切需要储能行业的介入，而天能是目前国内少数能为之提供能源解决方案的公司。
- **毛利率、净利率显著提升，规模效应降本明显。** 2020 年毛利率达到 20.2%，同比上升 6 个百分点；净利率达到 6.6%，同比上升 3 个百分点。毛利率，净利率均有较大幅度上升，并且均达近五年来历史高值。2021H1，毛利率、净利率分别为 17.3%、4.0%，未来随着公司业务拓展带来新的盈利增长点，加上规模效应降本等因素，预计毛利率、净利率有望稳步增长。
- **盈利预测与投资建议。** 公司铅酸电池业绩将继续保持稳定增长，同时储能电池、氢燃料电池的布局优化公司产品结构，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 6%。考虑公司铅酸电池龙头地位，及未来公司新业务的发展，我们给予公司 2021 年 20 倍 PE，目标价 58.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放的风险；原材料价格波动的风险；新业务拓展不及预期的风险。

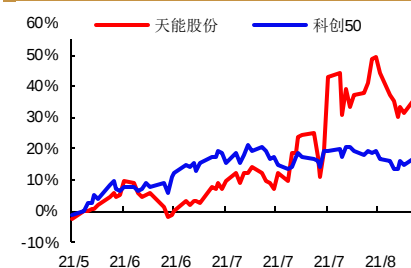
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35099.88	36611.00	38683.00	41375.00
增长率	-17.88%	4.31%	5.66%	6.96%
归属母公司净利润(百万元)	2279.81	2859.59	3661.10	4402.42
增长率	52.83%	25.43%	28.03%	20.25%
每股收益 EPS(元)	2.35	2.94	3.77	4.53
净资产收益率 ROE	32.53%	21.60%	22.43%	22.02%
PE	20	16	12	10
PB	6.74	3.53	2.85	2.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
 执业证号: S1250520100002
 电话: 021-58351923
 邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

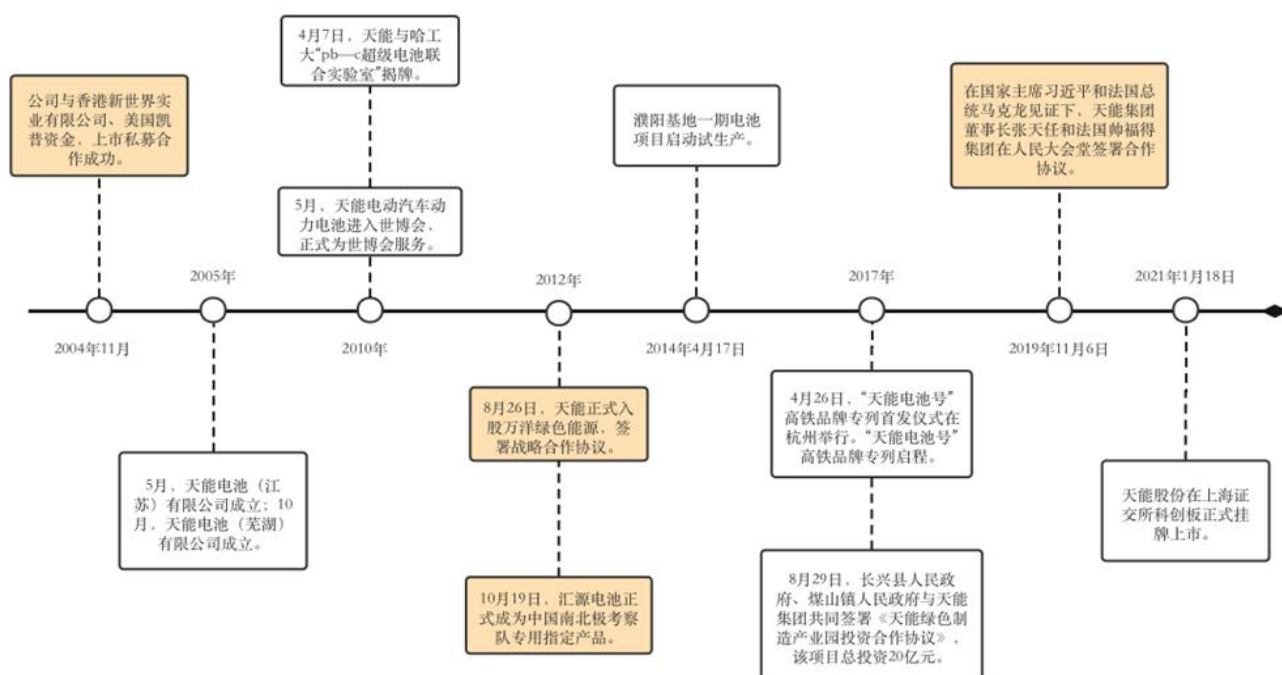
总股本(亿股)	9.72
流通 A 股(亿股)	1.06
52 周内股价区间(元)	38.80-60.88
总市值(亿元)	454.17
总资产(亿元)	268.49
每股净资产(元)	11.90

相关研究

1 公司成功上市，业务发展进入新阶段

天能电池集团股份有限公司（简称“天能股份”）成立于 2003 年，于 2021 年 1 月在上交所科创板上市。公司是一家以电动轻型车动力电池业务为主，集电动特种车动力电池、新能源汽车动力电池、汽车启动启停电池、储能电池、3C 电池、备用电池、燃料电池等多品类电池的研发、生产、销售为一体的国内电池行业领先企业。截至目前，公司已在浙、苏、皖、豫、黔五省建成十大生产基地，下属子公司 60 多家，是中国新能源动力电池行业领军企业，综合实力位居全球新能源企业 500 强、中国企业 500 强、中国民营企业 500 强、中国电池工业 10 强。

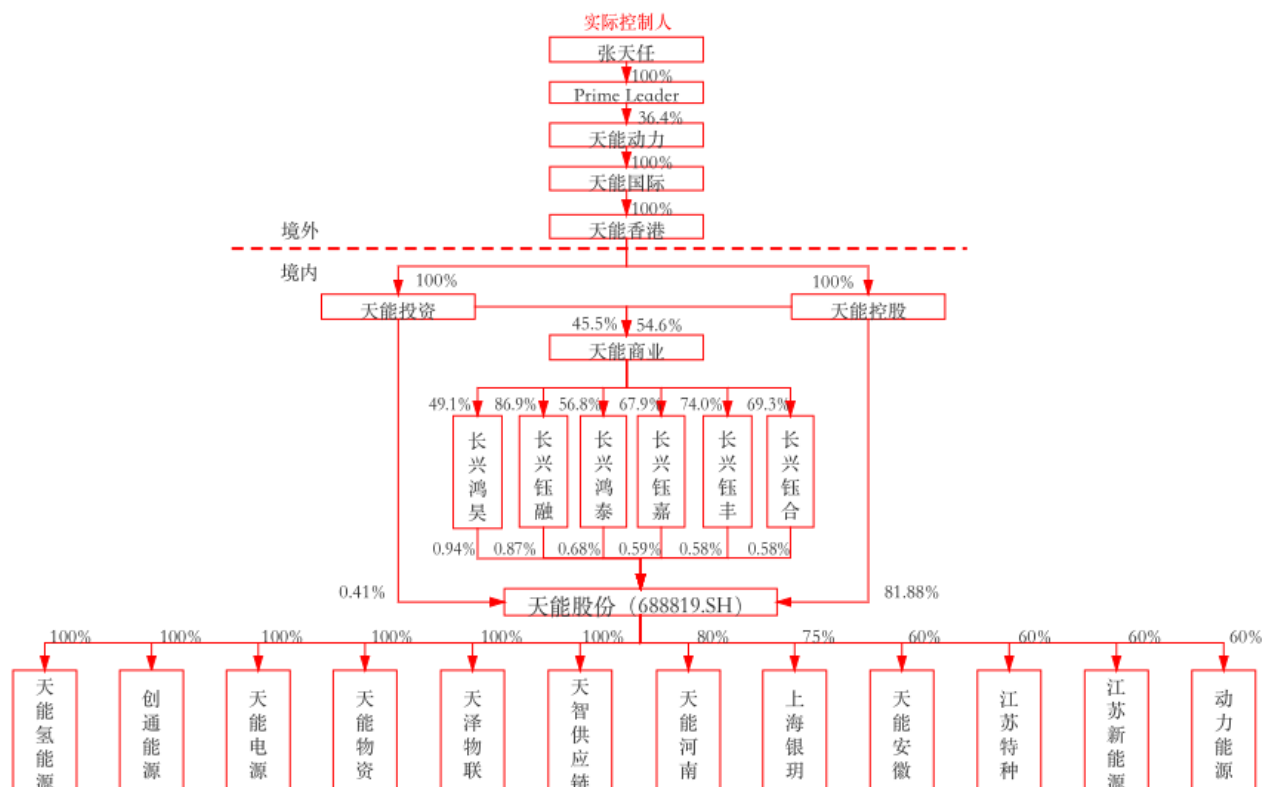
图 1：公司历史沿革



数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权集中，决策成本较低。公司最大股东为天能控股集团有限公司，其持有公司 7.96 亿股，持股比例为 81.88%。张天任先生通过其全资拥有的 Prime Leader 持有香港上市公司天能动力 36.40% 的股权，系天能动力第一大股东，而天能动力间接通过天能投资与天能控股持有天能股份 82.29% 的股份，并间接通过天能商业控制天能股份 4.24% 的股份（天能商业系为天能股份之股东长兴鸿昊、长兴鸿泰、长兴钰丰、长兴钰合、长兴钰嘉、长兴钰融的普通合伙人，该 6 家合伙企业合计持有天能股份 4.24% 的股份），天能动力合计间接控制天能股份 86.53% 股份，为天能股份绝对控股股东。因此，张天任先生间接控制公司 86.53%（IPO 前为 98.33%）的股份，是天能股份的实际控制人。

图 2：公司历史沿革



数据来源：Wind，西南证券整理

2 铅酸电池稳步增长，新业务放量值得期待

天能股份是电动轻型车动力电池行业的领先企业之一，已在该领域积累了良好的口碑及品牌效应，与主流电动轻型车生产厂商已形成战略合作伙伴关系，其中包括雅迪、爱玛、小牛等。公司目前形成的是以铅酸电池为主，锂离子电池为辅的产品体系，以满足不同客户需求。2020 年，公司铅酸电池销量达 83.97Gwh，同比增长 16.32%，市占率超过 45%，行业龙头地位稳固。

铅酸电池和锂离子电池的应用领域存在差异，根据 China Insights Consultancy 整理的数 据，近五年我国销售的电动二轮车中铅酸电池装配率超过 95%；而基于对能量密度、循环寿命的要求，电动汽车主要装备锂离子电池。

表 1：铅酸电池和锂离子电池的特点比较

电池特点	铅酸电池	锂离子电池
价格	较低	较高
安全性	好	一般
温度适应性	宽	一般
能量密度	较低	高
循环寿命	较短	较长

电池特点	铅酸电池	锂离子电池
重量	较重	较轻
回收再生利用率	高	低

数据来源：公司公告，西南证券

铅蓄电池作为公司的主要业务，短期内依旧是公司的销售重心，但是由于未来的市场空间有限，增速较慢，加上电池行业整体处于能源变革期，所以，为了应对外部环境的变化以及来自竞争对手的挑战，公司已经开始积极布局氢燃料电池和储能业务。因此，在公司基本盘稳定的情况下，新业务的放量值得期待。

国际合作引进先进技术，不断提升产品性能。公司与世界 500 强法国道达尔集团的子公司帅福得合资成立天能帅福得，该合作将有助于公司学习、消化、吸收世界先进锂电企业在研发体系建设、研发体系管理、技术储备等方面的先进经验，提升公司研发的全球化竞争实力。未来公司会进一步扩大锂离子电池的产品竞争力及市场布局。

表 2：公司铅酸电池销量规模情况

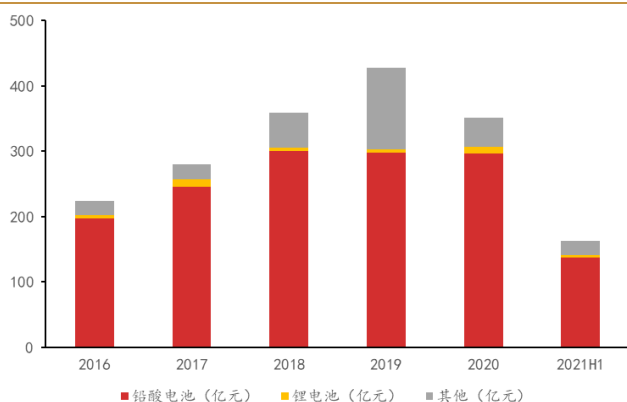
项目（单位：万只）	2018 年	2019 年	2020 年（1-6 月）
铅酸电池	24123	26843	13050
其中：存量替换市场	20027	21612	10376
新车配套市场	4058	5184	2666

数据来源：公司公告，西南证券

3 公司净利率创历史新高，规模效应降本日益显著

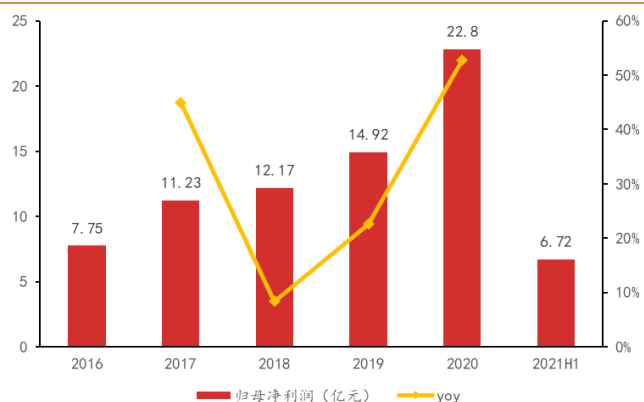
归母净利润持续三年增加，公司盈利规模不断增加。公司 2020 年全年实现归母净利润 22.8 亿元，同比增长 53%；实现扣非归母净利润 20.3 亿元，同比增长 54%。近三年来，公司归母净利润、扣非归母净利润均显著增加，表明公司盈利能力不断增强。2021H1，归母净利润、扣非归母净利润分别为 6.7 亿元、4.4 亿元，较上年同期均有所下降，主要由于上游原材料价格较上年同期涨幅显著，公司利润空间受到挤压。

图 3：公司各业务营收占比历年变化



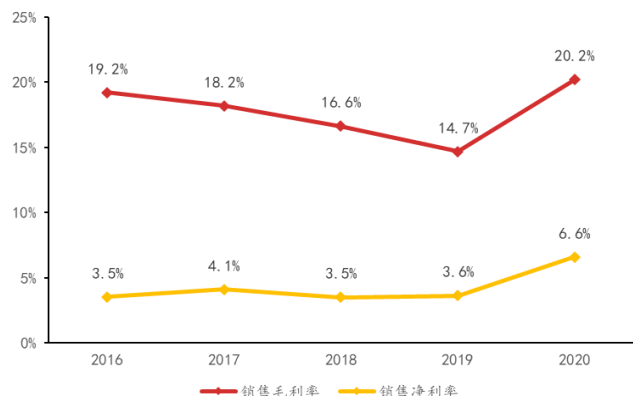
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司归母净利润情况

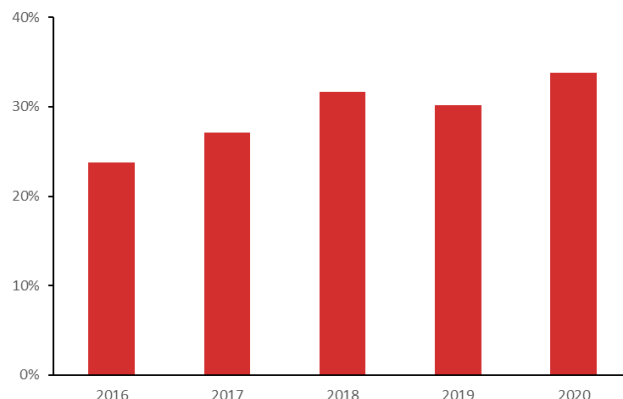


数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率显著上升，净利率创历史新高。2020 年毛利率达到 20.21%，同比上升 6 个百分点；净利率达到 6.61%，同比上升 3 个百分点。毛利率，净利率均有较大幅度上升，并且均达近五年来历史高值。2021H1，毛利率、净利率分别为 17.32%、3.99%，未来随着公司业务拓展带来新的盈利增长点，加上规模效应降本等因素，预计毛利率、净利率有望稳步增长。

图 5：公司 2020 年毛利率与净利率双双提升


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司历年 ROE 变化


数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，新产能带动公司营收增长，2021 年、2022 年、2023 年铅酸电池的项目基地产能利用率为 94%、95%、96%，锂电池项目产能利用率超过 65%；

假设 2：2021 年、2022 年、2023 年公司铅酸电池市占率达到 40%、43%、45%；

假设 3：随着生产规模逐渐增大，铅酸电池的单位成本逐年下降；锂电池生产成本随原材料供需平衡而逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
铅酸电池	收入	29651	30519	32090	33633
	增速	/	2.9%	5.1%	4.8%
	毛利率	23.3%	25.7%	26.5%	27.3%
海缆	收入	1021	1592	2593	3742
	增速	/	55.9%	62.9%	44.3%
	毛利率	9.3%	18.5%	20.6%	23.3%
海洋工程	收入	4428	4500	4000	4000
	增速	/	1.6%	-11.1%	0.0%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
合计	收入	35100	36611	38683	41375
	增速	/	4.3%	5.7%	7.0%
	毛利率	20.2%	22.5%	23.6%	24.5%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取动力电池行业内的四家公司，2021 年四家公司平均 PE 为 29 倍，2022 年平均 PE 为 21 倍。公司铅酸电池业绩将继续保持稳定增长，同时储能电池、氢燃料电池的布局优化公司产品结构，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 6%。考虑公司铅酸电池龙头地位，及未来公司新业务的发展，我们给予公司 2021 年 20 倍 PE，目标价 58.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300438.SZ	鹏辉能源	31.50	0.13	0.81	1.12	207.23	39.12	28.10
601311.SH	骆驼股份	14.13	0.65	0.90	1.10	14.44	15.74	12.86
603787.SH	新日股份	16.68	0.50	0.88	1.54	59.11	18.90	10.84
603489.SH	八方股份	211.22	3.34	5.12	6.87	56.91	41.23	30.73
平均值						84.42	28.74	20.63

数据来源：Wind，西南证券整理；

5 风险提示

- 1) 公司产能未能如期释放的风险；
- 2) 原材料价格波动的风险；
- 3) 新业务拓展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	35099.88	36611.00	38683.00	41375.00	净利润	2319.06	2859.59	3661.10	4402.42
营业成本	28006.36	28383.10	29564.99	31241.31	折旧与摊销	497.66	506.95	506.95	506.95
营业税金及附加	1285.83	1258.13	1329.36	1437.50	财务费用	76.99	0.00	0.00	0.00
销售费用	1409.84	1647.50	1547.32	1448.13	资产减值损失	-4.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	1907.95	1976.99	1934.15	2068.75	经营营运资本变动	-235.63	-1835.66	96.45	55.56
财务费用	76.99	0.00	0.00	0.00	其他	47.41	-100.00	0.00	0.00
资产减值损失	-4.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2700.66	1430.88	4264.50	4964.94
投资收益	18.55	100.00	0.00	0.00	资本支出	-286.94	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	1.76	0.00	0.00	0.00	其他	-191.28	100.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-478.22	-400.00	-500.00	-500.00
营业利润	2712.13	3445.29	4307.18	5179.32	短期借款	-979.96	-23.23	0.00	0.00
其他非经营损益	24.97	0.00	0.00	0.00	长期借款	475.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	2737.10	3445.29	4307.18	5179.32	股权融资	18.46	3737.54	0.00	0.00
所得税	418.04	585.70	646.08	776.90	支付股利	-513.30	-455.96	-571.92	-732.22
净利润	2319.06	2859.59	3661.10	4402.42	其他	-625.74	-258.57	0.00	0.00
少数股东损益	39.24	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1624.91	2999.77	-571.92	-732.22
归属母公司股东净利润	2279.81	2859.59	3661.10	4402.42	现金流量净额	595.87	4030.65	3192.59	3732.72
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4906.88	8937.53	12130.12	15862.83	成长能力				
应收和预付款项	3518.11	3533.43	3745.30	4022.72	销售收入增长率	-17.88%	4.31%	5.66%	6.96%
存货	4042.41	4096.87	4267.70	4510.00	营业利润增长率	44.37%	27.03%	25.02%	20.25%
其他流动资产	1210.05	818.50	837.48	862.14	净利润增长率	49.72%	23.31%	28.03%	20.25%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.14%	20.25%	21.81%	18.12%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4527.37	4595.14	4662.92	4730.69	毛利率	20.21%	22.47%	23.57%	24.49%
无形资产和开发支出	667.99	594.56	521.12	447.68	三费率	9.67%	9.90%	9.00%	8.50%
其他非流动资产	770.31	769.02	767.73	766.44	净利率	6.61%	7.81%	9.46%	10.64%
资产总计	19643.12	23345.04	26932.36	31202.50	ROE	32.53%	21.60%	22.43%	22.02%
短期借款	23.23	0.00	0.00	0.00	ROA	11.81%	12.25%	13.59%	14.11%
应付和预收款项	6214.68	5432.69	5810.57	6239.93	ROIC	43.48%	45.00%	49.49%	58.27%
长期借款	624.60	624.60	624.60	624.60	EBITDA/销售收入	9.36%	10.80%	12.45%	13.74%
其他负债	5652.59	4051.01	4171.28	4341.86	营运能力				
负债合计	12515.09	10108.31	10606.45	11206.38	总资产周转率	1.87	1.70	1.54	1.42
股本	855.50	972.10	972.10	972.10	固定资产周转率	8.23	8.94	10.56	12.81
资本公积	1127.54	4748.48	4748.48	4748.48	应收账款周转率	37.72	38.97	42.08	41.33
留存收益	4723.88	7127.51	10216.69	13886.90	存货周转率	7.41	6.96	7.06	7.11
归属母公司股东权益	6739.38	12848.09	15937.27	19607.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.98%	—	—	—
少数股东权益	388.64	388.64	388.64	388.64	资本结构				
股东权益合计	7128.03	13236.73	16325.92	19996.12	资产负债率	63.71%	43.30%	39.38%	35.92%
负债和股东权益合计	19643.12	23345.04	26932.36	31202.50	带息债务/总负债	5.18%	6.18%	5.89%	5.57%
					流动比率	1.27	2.09	2.38	2.68
					速动比率	0.90	1.60	1.90	2.20
					股利支付率	22.51%	15.95%	15.62%	16.63%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	3286.78	3952.24	4814.13	5686.27	每股收益	2.35	2.94	3.77	4.53
PE	19.92	15.88	12.41	10.32	每股净资产	6.93	13.22	16.39	20.17
PB	6.74	3.53	2.85	2.32	每股经营现金	2.78	1.47	4.39	5.11
PS	1.29	1.24	1.17	1.10	每股股利	0.53	0.47	0.59	0.75
EV/EBITDA	10.56	9.07	6.79	5.09					
股息率	1.13%	1.00%	1.26%	1.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1

用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn